三季度 PPI 增速可能底部震荡，但不存在深度通缩风险

—— 6 月物价数据点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）
证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）
liujuanxiu@xsdzq.cn
证书编号：S0280517070002

陈韵阳（联系人）
chenyunyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280118040020

相关报告

宏观报告：猪肉、蔬菜涨价推动 CPI 增速略超季节性——3 月通胀数据点评

2019-5-9

宏观报告：上游行业进入通缩——2019 年 1 月通胀数据点评

2019-2-15

宏观报告：渐行渐近的通缩风险——2018 年通胀数据点评

2019-1-10

● CPI 增速易上难下

鲜果涨价带动 CPI 增速维持高位。由于此前水果价格超季节性上涨，即使部分夏季时令水果上市导致价格环比增速下降，6 月水果价格同比依然维持高增速，剔除鲜果后的 CPI 增速较上月小幅下降。

CPI 增速易上难下。第一，7 月水果价格继续下降，但同比增速可能还将处于较高水平。第二，近期部分地区出现降雨天气，影响蔬菜储运，蔬菜价格上涨将拉升 CPI 增速。第三，猪肉价格还未真正大涨，后续拉升 CPI 增速的主力可能逐渐从鲜果切换到猪肉，农业农村部在 6 月 26 日新闻发布会上表示“由于生猪产能恢复需要周期，后期猪肉价格上涨的压力依然较大”，鉴于此轮猪周期和前几次不一样，猪价通过间接效应可能引发物价大范围上升，若如此，CPI 增速可能突破基数抬升的限制而继续回升。

核心 CPI 增速维持相对低位。三季度核心 CPI 增速可能还将处于低位，一方面，三季度核心 CPI 面临相对较高的基数，另一方面，PMI 从业人员、BCI 招工前瞻指数还处于下降趋势，就业压力增加，企业通过降薪裁员等方式将压力转移到居民部门，这种情况下，劳动力成本显著提升的可能性不大。

● 三季度 PPI 同比增速可能底部震荡

上游行业拖累 PPI 增速下降至 0。6 月 PPI 增速从 0.6%降至 0，上游行业为 PPI 增速下滑的主要拖累，石油、煤炭、化工、钢铁行业价格增速均有明显下滑。

7 月 PPI 环比增速可能回升。第一，7 月上旬油价环比增速显著回升，一般油价增速同步或领先石油行业 PPI 增速 1 个月，而 7 月 10 日国内成品油价格上调，因此，7 月油价增速很可能是同步于石油行业 PPI 增速，油价对 PPI 的拖累可能明显减弱。第二，唐山环保限产加码，对钢价有支撑，截至 7 月 9 日，螺纹钢期货价环比增速从 0.8%升至 6%。第三，环保限产与监管打击铁矿石乱涨价的消息利空铁矿石，但短期供需缺口还在，铁矿石价格维持强势。对 PPI 增速进行压力测试，当 7 月 PPI 环比增速低于 0.1%的情况下，PPI 同比将转负。

预计三季度 PPI 同比增速底部震荡，但不存在深度通缩风险。从 CRB 走势来看，未来数月 PPI 同比增速可能低位震荡，再结合大宗商品价格指数的基数分布，三季度可能是 PPI 同比增速的底部区域，但经过市场自发去产能与行政去产能，供给曲线变得陡峭，如果稳增长力度较大，通缩幅度应该不大。

● 风险提示：猪肉、油价共振上涨导致货币政策发生调整

目　录

1、 CPI 增速易上难下 3
2、 三季度 PPI 同比增速可能底部震荡 4

图表目录

图 1: 鲜果涨价带动 CPI 增速维持高位（%） 3
图 2: 剔除鲜果后的 CPI 增速较上月小幅下降 4
图 3: 核心 CPI 增速低位（%） 4
图 4: 生产资料价格增速转负（%） 5
图 5: 原油价格环比增速领先石油和天然气开采业价格环比增速 1 个月（%） 5
图 6: 7 月 10 日起，国内汽油价格上调（%） 5
图 7: 钢铁行业价格增速下降（%） 6
图 8: 铁矿石价格上涨带动采矿业价格回升（%） 6
图 9: CRB 走势预示未来 2-3 个月 PPI 增速可能低位震荡（%） 6
图 10: 四季度商品价格面临低基数（%） 7

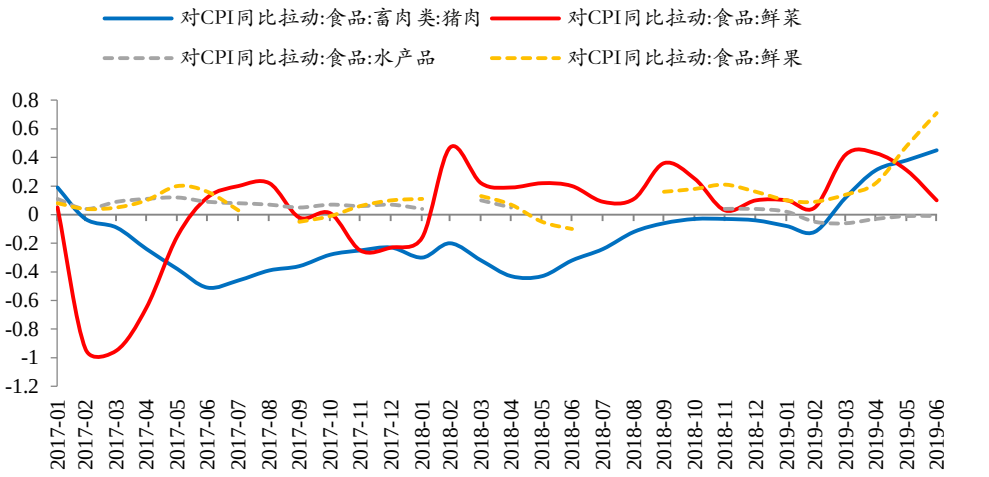
1、 CPI 增速易上难下

鲜果涨价带动 CPI 增速维持高位。由于此前水果价格超季节性上涨，即使部分夏季时令水果上市导致价格环比增速下降，6 月水果价格同比依然维持高增速，对 CPI 拉动率提升 0.23 个百分点，剔除鲜果后的 CPI 增速较上月小幅下降。

CPI 增速易上难下。第一，7 月水果价格继续下降，但同比增速可能还将处于较高水平。第二，近期部分地区出现降雨天气，影响蔬菜储运，蔬菜价格上涨将拉升 CPI 增速。第三，猪肉价格还未真正大涨，后续拉升 CPI 增速的主力可能逐渐从鲜果切换到猪肉，农业农村部在 6 月 26 日新闻发布会上表示“由于生猪产能恢复需要周期，后期猪肉价格上涨的压力依然较大”，鉴于此轮猪周期和前几次不一样，猪价通过间接效应可能引发物价大范围上升，若如此，CPI 增速可能突破基数抬升的限制而继续回升。

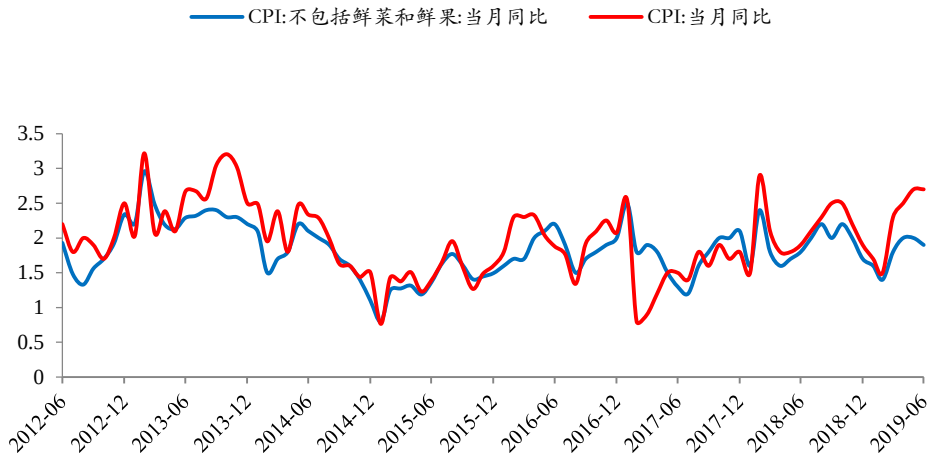
核心 CPI 增速维持相对低位。2019 年 6 月核心 CPI 同比持平于前值(1.6%)，，从分项来看，受油价下跌影响，交通和通信价格环比增速远低于季节性，同比增速下降 1 个百分点，为核心 CPI 增速回落的主要拖累。三季度核心 CPI 增速可能还将处于低位，一方面，三季度核心 CPI 面临相对较高的基数，另一方面，PMI 从业人员、BCI 招工前瞻指数还处于下降趋势，就业压力增加，企业通过降薪裁员等方式将压力转移到居民部门，这种情况下，劳动力成本显著提升的可能性不大。

图1： 鲜果涨价带动 CPI 增速维持高位（%）



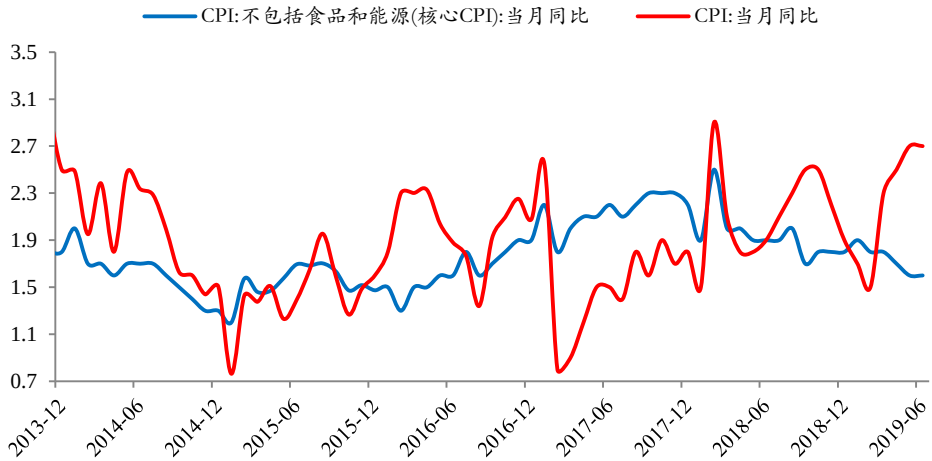
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 剔除鲜果后的 CPI 增速较上月小幅下降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 核心 CPI 增速低位（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

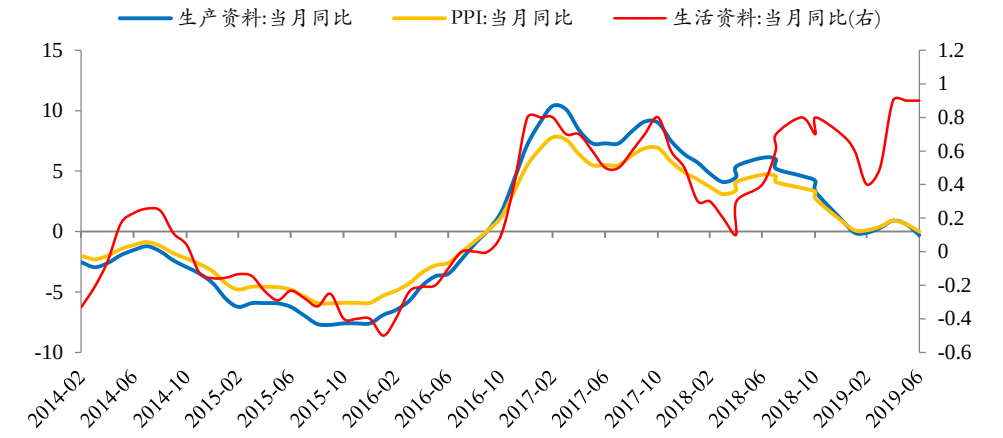
2、 三季度 PPI 同比增速可能底部震荡

上游行业拖累 PPI 增速下降至 0。6 月 PPI 增速从 0.6%降至 0，上游行业为 PPI 增速下滑的主要拖累，受美油产量增加、全球经济放缓、钢材供应增加等因素影响，石油、煤炭、化工、钢铁行业价格增速均有明显下滑。

7 月 PPI 环比增速可能回升。第一，7 月上旬油价环比增速显著回升，一般油价增速同步或领先石油行业 PPI 增速 1 个月，而 7 月 10 日国内成品油价格上调，因此，7 月油价增速很可能是同步于石油行业 PPI 增速，油价对 PPI 的拖累可能明显减弱。第二，唐山环保限产加码，对钢价有支撑，截至 7 月 9 日，螺纹钢期货价环比增速从 0.8%升至 6%。第三，环保限产与监管打击铁矿石乱涨价的消息利空铁矿石，但短期供需缺口还在，铁矿石价格维持强势。假定 7 月 PPI 环比增速回升，**对 PPI 增速进行压力测试，当 7 月 PPI 环比分别为-0.2%、-0.1%、0、0.1%、0.2%时，对应 PPI 同比分别为-0.3%、-0.2%、-0.1%、0、0.1%，即当 7 月 PPI 环比增速低于 0.1%的情况下，PPI 同比将转负。**

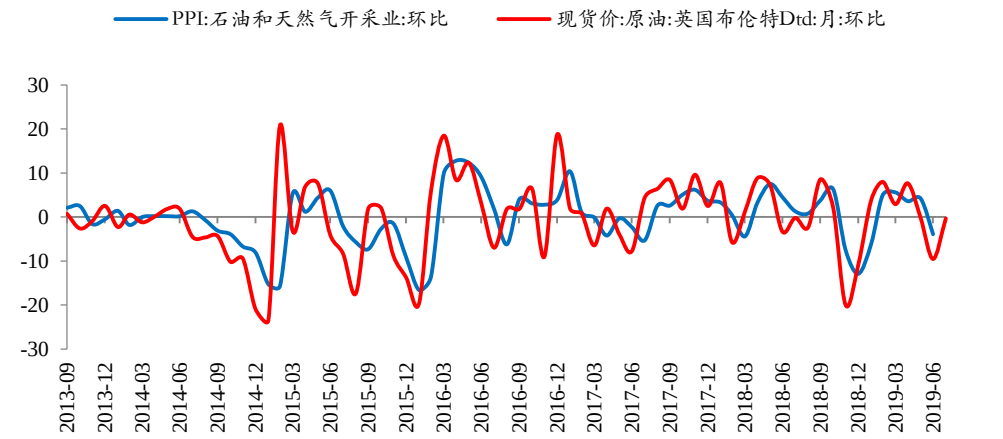
预计三季度 PPI 同比增速底部震荡，但不存在深度通缩风险。从 CRB 走势来看，未来数月 PPI 同比增速可能低位震荡，再结合大宗商品价格指数的基数分布，三季度可能是 PPI 同比增速的底部区域，但经过市场自发去产能与行政去产能，供给曲线变得陡峭，如果稳增长力度较大，通缩幅度应该不大。

图4： 生产资料价格增速转负（%）



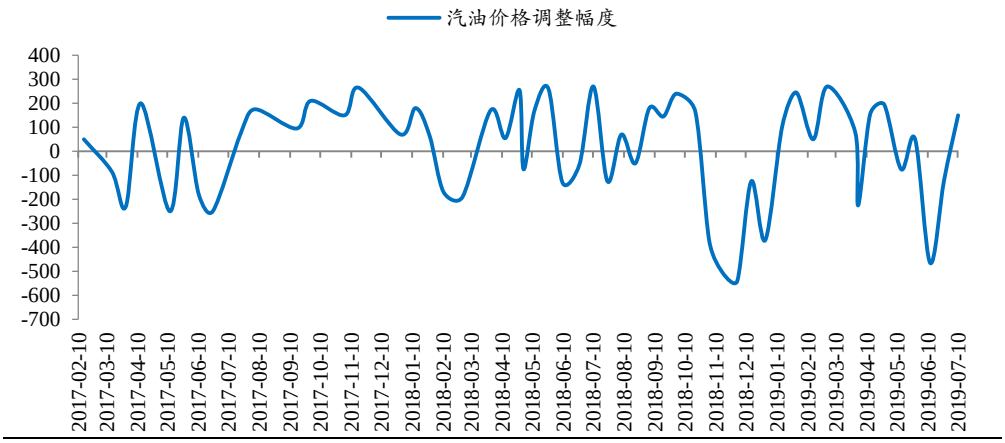
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 原油价格环比增速领先石油和天然气开采业价格环比增速 1 个月（%）



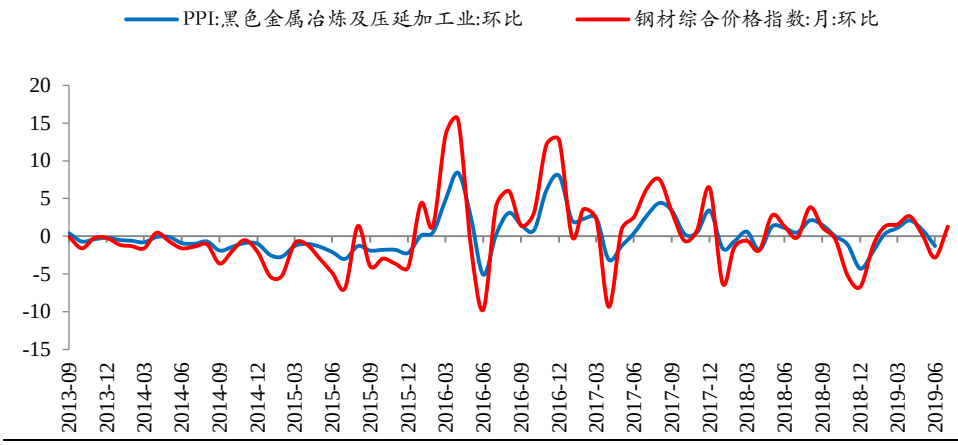
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 7 月 10 日起，国内汽油价格上调（%）



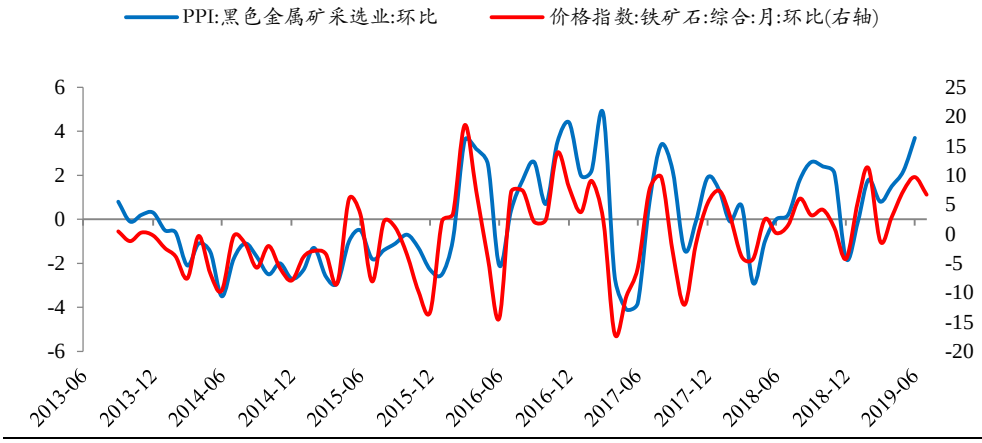
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 钢铁行业价格增速下降（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 铁矿石价格上涨带动采矿业价格回升（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： CRB 走势预示未来 2-3 个月 PPI 增速可能低位震荡（%）

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11530